



---

# Substituição e complementaridade dos **fundos de previdência aberta**

---

LAURO VIEIRA DE FARIA

**S**egundo a Susep, no primeiro trimestre de 2015, a arrecadação líquida de VGBL e PGBL foi de R\$ 9,6 bilhões, 164% acima do observado em igual período do ano anterior. No caso dos títulos de capitalização, a captação líquida foi positiva em R\$ 729 milhões, mas 37% abaixo do verificado em no mesmo intervalo de 2014.

Nesse mesmo espaço de tempo, conforme a Anbima, a captação líquida das cadernetas de poupança foi negativa (saída de recursos) em R\$ 23,2 bilhões, e a dos demais fundos de investimento, também, em R\$ 4,7 bilhões.

A evolução recente fortemente favorável dos produtos de previdência aberta, notadamente, o VGBL, também contrasta com a dos prêmios diretos de produtos de risco do mercado de seguros. No primeiro trimestre de 2015, tais prêmios foram de R\$ 32 bilhões, o que significou crescimento de apenas 6,7% sobre igual período de 2014, logo, abaixo da inflação de 8,5%.

A disparidade suscita, pelo menos, duas questões:

- Em que medida o aumento da arrecadação dos fundos de previdência aberta está impactando positivamente a taxa de poupança nacional?
- De que modo está causando realocação de ativos nas carteiras de investimento e que ativos teriam sido mais afetados por tais fundos?

Fora do Brasil, principalmente nos Estados Unidos, essas questões têm sido extensamente estu-

dadas. Sendo a previdência complementar comumente beneficiada por incentivos fiscais, é natural que os governos procurem saber se, de fato, existe a contrapartida defendida pelas empresas, de que fomentam a poupança nacional e, por essa via, a renda e o emprego. Ou, caso contrário, se as aplicações em previdência aberta apenas deslocam investimentos que não contam com tais incentivos e, portanto, reduzem a receita fiscal. Os resultados, até o momento, não são conclusivos, variando conforme o país e até dentro de um mesmo país<sup>1</sup>. No Brasil, salvo engano, desconhecemos pesquisas mais aprofundadas sobre o tema.

A resposta à primeira questão depende, idealmente, de pesquisa detalhada de orçamentos familiares que seja capaz de aferir a taxa de poupança antes e depois da oferta

dos produtos de previdência privada aberta e estableça a eventual relação entre o aporte de recursos a tais produtos e a retirada de outros, bem como o eventual aumento da taxa de poupança. Cremos que inexiste no Brasil pesquisa de orçamentos familiares com esse nível de detalhamento.

Entretanto, observando-se a poupança nacional bruta, vê-se que esta aumentou, indo de 14% do PIB em 2000 para 19% em 2008, e caindo para 13% em setembro de 2014. Entre 2000 e 2008, a taxa de crescimento do PIB real passou de 3% para 6% em 12 meses, descendo agora (primeiro trimestre de 2015) para -1,5% (gráfico 1). A correlação linear entre as duas variáveis, com defasagem de dois trimestres, é positiva e significativa em 0,50.

Empiricamente, o impacto positivo da taxa de crescimento do PIB sobre a taxa de poupança é algo bem estabelecido em economia, havendo também indicações de que a relação possa ser recíproca. A explicação é que maiores taxas de crescimento beneficiam mais fortemente os mais



<sup>1</sup> Uma boa resenha pode ser encontrada no estudo de Anna Vidor, intitulado "The effects of savings incentives: empirical evidence from Hungary", disponível em: <[http://pdc.ceu.hu/archive/00003887/01/1179748668\\_15\\_eng\\_051124.pdf](http://pdc.ceu.hu/archive/00003887/01/1179748668_15_eng_051124.pdf)>.

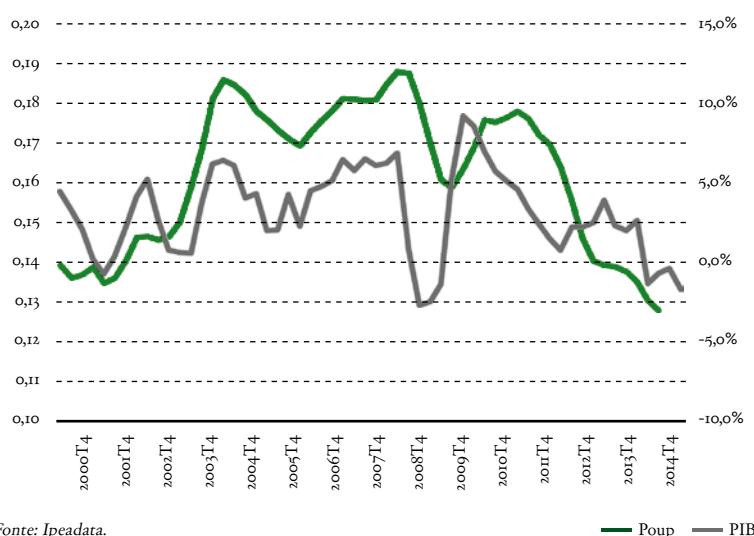
jovens, os quais, no ciclo da vida, são poupadões líquidos, ao invés dos mais velhos, que estão se aposentando (ou já se aposentaram) e, portanto, estão gastando o que pouparam. Há, assim, um efeito líquido positivo do crescimento sobre a poupança agregada.

Esse canal talvez possa ser importante para explicar a evolução dos fundos de previdência aberta. Os mais bem-sucedidos (VGBL e PGBL) foram lançados em 2001 e sua captação líquida tem crescido quase continuamente desde então, passando de 0,5% do PIB em 2004 para 0,9% do PIB em 2013, estando agora em 0,8% (gráfico 2).

Podemos então especular que o aumento da renda entre 2003 e 2008, beneficiando mais intensamente as novas gerações, teve impacto positivo sobre a taxa de poupança global, sendo os fundos de previdência aberta um canal privilegiado nesse processo.

Porém, desde 2008, tal não se verifica. Com a poupança em queda, provavelmente causada pela redução da taxa de crescimento da economia, as captações crescentes dos fundos de previdência aberta estão necessariamente associadas a captações decrescentes de outras modalidades de investimento e vice-versa, havendo, no agregado, apenas realocação de ativos. Existiriam, portanto, dois períodos distintos a serem considerados: o primeiro (de 2003 a 2008), em que a previdência aberta influenciou positivamente a poupança agregada, provavelmente sem deslocar outras modalidades de investimento, e outro (de 2008 a 2015), em que há tal deslocamento.

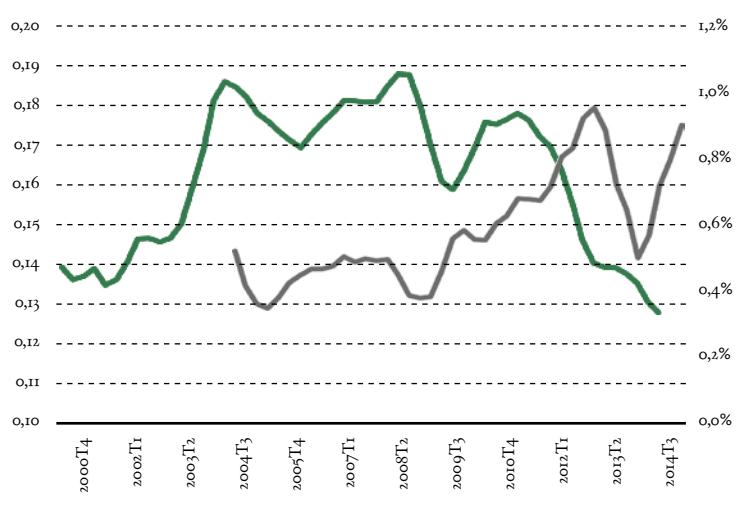
**Gráfico 1. Poupança nacional bruta (% do PIB) e taxa de crescimento do PIB real**



Fonte: Ipeadata.

Poup PIB

**Gráfico 2. Poupança nacional bruta e captação líquida de fundos VGBL e PGBL (ambos % do PIB)**



Fontes: Susep e Ipea.

Poup Previd.

A natureza do deslocamento constitui a segunda questão referida acima. Novamente, a resposta dependeria de pesquisa de orçamentos familiares. Na falta desta, pode-se especular sobre o tema pelo estudo das correlações entre as captações líquidas dos fundos de previdência aberta e as dos demais ativos financeiros.

Fizemos isso com dados trimestrais disponibilizados pela Anbima, BC, Susep e Previc no período do primeiro trimestre de 2012 até os três meses iniciais de 2015. A amostra se restringiu a esse curto período por dificuldades na obtenção de dados anteriores, especificamente dos fundos de investimento.

Antes, porém, cabe notar que a captação líquida de fundos de previdência aberta reportada pela Anbima é sistematicamente menor que a publicada pela Susep. Isso ocorre provavelmente devido a diferenças entre o conjunto de associados à entidade e o total regulado pela autarquia. Mantivemos os dados da Anbima, tendo em vista que o movimento ao longo do tempo dos fundos de previdência dessa entidade é bastante similar aos movimentos de PGBL e VGBL reportados pela Susep (98% de correlação linear).

Assinale-se também que a Previc, no momento em que escrevemos, ainda não havia divulgado a captação líquida das entidades fechadas de previdência complementar (EFPC) de jan./mar. de 2015, de modo que usamos estimativa de (-) R\$ 10 bilhões, com base em extração da série histórica.

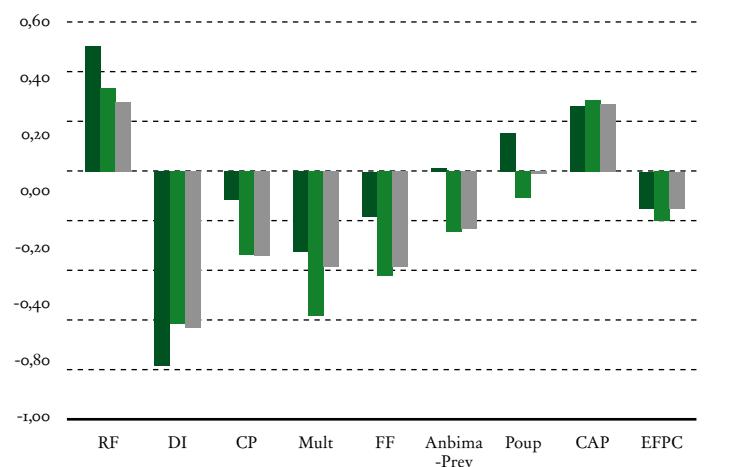
Tal fato nos possibilitou calcular a matriz de correlações lineares das captações líquidas de recursos de vários instrumentos financeiros. Fizemos isso para o período inteiro (2012.I a 2015.I) e para dois subperíodos (2012.I a 2014.I e 2013.I a 2015.I), de modo a verificar a consistência dos coeficientes ao longo do tempo.

O resultado está sintetizado no gráfico 3, no qual fixamos a atenção na relação entre as captações líquidas dos fundos de previdência aberta e as dos fundos de renda fixa, fundos DI, fundos de curto prazo, fundos multimercado, a soma desses quatro últimos fundos (FF), cadernetas de poupança, títulos de capitalização e fundos de previdência fechados (EFPC).

O gráfico mostra algumas regularidades nos três períodos pesquisados:

- i. Fortes correlações negativas entre as captações de fundos de previdência aberta e as captações de fundos DI, mormente em 2012-14;
- ii. Correlações negativas significativas entre aquelas e as dos fundos de curto prazo, dos fundos multimercado (principalmente entre 2013 e 2015) e da soma dos fundos RF, DI, CP e multimercado da Anbima;
- iii. Correlações positivas significativas entre as captações dos fundos de previdência aberta e as dos fundos de renda fixa (mormente, em 2012-14);
- iv. Idem para os títulos de capitalização, sendo possível notar que, em regressão estatística de 2004 a 2015, o coeficiente da variável se mantém positivo e estatisticamente significativo, conforme se vê no Anexo;
- v. Correlações baixas entre as captações de fundos de previdência aberta e as dos demais fundos da Anbima e de fundos de previdência fechados (EFPC);
- vi. Correlações baixas e dúbia entre captações líquidas de fundos de previdência aberta e as de cadernetas de poupança: positiva em 2012-14, negativa em 2013-15 e quase nula em 2012-15. Em regressão de 2004 a 2015, o coeficiente é também estatisticamente nulo (ver Anexo).

**Gráfico 3. Coeficientes de correlação linear entre as captações líquidas de fundos de previdência abertos e outras modalidades de aplicações**



Fontes: Anbima, Susep, BC e Previc.

***Quanto aos fundos de renda fixa e títulos de capitalização, a análise indica boa possibilidade de que as aplicações possam ser complementares às dos fundos de previdência aberta, isto é, que se movam na mesma direção (correlações positivas e significativas).***

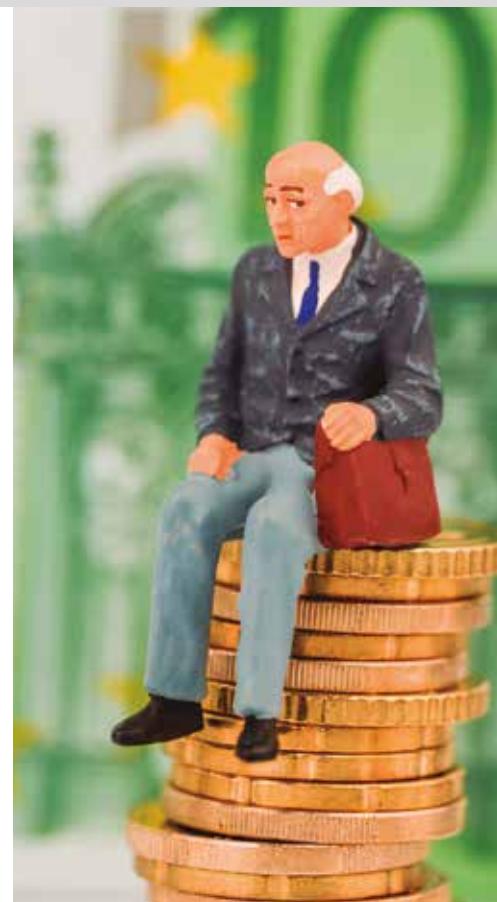
No Anexo estão as tabelas com os coeficientes de correlação para o conjunto das variáveis nos três períodos considerados. Curiosamente, as correlações entre as captações líquidas de cadernetas de poupança e de títulos de capitalização são fortemente positivas (maiores que 0,75) nos três períodos estudados, sugerindo que essas duas modalidades de aplicação de recursos são complementares, e não substitutas entre si. O mesmo se mantém em regressão estatística das duas variáveis de 2004 a 2015 (ver Anexo).

É importante notar que a presente pesquisa indica apenas tendências de evolução das variáveis entre si e num período curto (pouco mais de três anos). Ou seja, não significa que, num dado trimestre, não tenham ocorrido (ou não possam ocorrer) movimentos das

captações líquidas contrários ao sinal dos coeficientes verificados acima. A natureza dinâmica do mercado financeiro e segurador, os módulos aferidos das correlações (grande parte menor que 0,6) e a pequenez da amostra indicam tal possibilidade.

Entretanto, com essa reserva em mente, a matriz de correlações indica boa chance de substituição (correlação negativa significativa) entre captações líquidas de fundos de previdência aberta e as de fundos de investimento (exceto os de renda fixa), e baixa relação entre aqueles e as aplicações em poupança e EFPC.

Quanto aos fundos de renda fixa e títulos de capitalização, a análise indica boa possibilidade de que as aplicações possam ser complementares às dos fundos de



previdência aberta, isto é, que se movam na mesma direção (correlações positivas e significativas).

Extensões da presente nota poderiam ratificar (ou não) as conclusões preliminares expostas acima pelo estudo das relações entre as captações das diversas aplicações financeiras e as respectivas taxas de juros líquidas de impostos, bem como (o que envolveria mais recursos humanos e financeiros) por pesquisa detalhada de orçamentos familiares, visando especificamente a avaliar a evolução da poupança nacional em face de realidade dos fundos de previdência complementar aberta. ●

**LAURO VIEIRA DE FARIA**

*Assessor da Direção Executiva da Escola Nacional de Seguros e Mestre em Economia pela EPGE/FGV.  
laurofaria@funenseg.org.br*

ANEXOS

### Regressão estatística fundos de previdência aberta x poupança

Variável dependente: PREVT

Amostra: 2004T12015T1

Observações: 45 trimestres

Variável	Coeficiente	Estatística t	
C	306,70	6,76	
POUPT	0,011	0,31	
SEAS	305,00	5,29	
DUM	-296,25	-3,65	
@TREND	9,16	5,17	
R-quadrado	0,66	Estat. Durbin-Watson	
Prob (Estatística F)	0,00	1,74	

#### Variáveis:

Prev: captação líquida trimestral de VGBL e PGBL como % do PIB.

Poupt: captação líquida trimestral de cadernetas de poupança como % do PIB.

Seas: variável binária 1 no quarto trimestre de cada ano e zero nos demais trimestres.

Dum: variável binária 1 no terceiro e quarto trimestres de 2008 (crise internacional), 1 no segundo, terceiro e quarto trimestres de 2013 (alongamento de carteira dos fundos de previdência) e zero nos demais.

@Trend: variável de tendência, começando em zero e adicionando 1 a cada trimestre.

### Regressão estatística fundos de previdência aberta x capitalização

Variável dependente: D (PREVT)

Amostra (ajustada): 2004T22015T1

Observações: 44 após ajustamentos

Variável	Coeficiente	Estatística t	
C	5,94	0,23	
D (CAPT)	4,50	3,48	
D (SEAS)	286,60	6,91	
D (DUM)	-276,25	-3,24	
R-quadrado	0,75	Estat. Durbin-Watson	
Prob (Estatística F)	0,00	2,39	

#### Variáveis:

D(Prev): primeira diferença da captação líquida trimestral de VGBL e PGBL como % do PIB.

D (Capt): primeira diferença da captação líquida trimestral de títulos de capitalização como % do PIB.

D (Seas): primeira diferença da variável binária 1 no quarto trimestre de cada ano e zero nos demais trimestres.

D (Dum): primeira diferença da variável binária 1 no terceiro e quarto trimestres de 2008 (crise internacional), 1 no segundo, terceiro e quarto trimestres de 2013 (alongamento de carteira dos fundos de previdência) e zero nos demais.

### Regressão estatística de capitalização x poupança

Variável dependente: CAPT

Amostra (ajustada): 2004T4 2015T1

Observações: 42 após ajustamentos

Variável	Coeficiente	Estatística t	
C	82,12	7,54	
POUPT	0,008	2,67	
AR (1)	0,44	2,69	
AR (2)	0,64	4,21	
AR (3)	-0,31	-1,93	
R-quadrado	0,63	Estat. Durbin-Watson	
Prob (Estatística F)	0,00	1,87	
		LM teste Prob F (3.34)	
		0,73	

#### Variáveis:

Capt: captação líquida trimestral de títulos de capitalização como % do PIB.

Poupt: captação líquida trimestral de cadernetas de poupança como % do PIB.

Ar (1), Ar (2) e Ar (3): termos autorregressivos dos resíduos aleatórios da regressão. Se  $u$  é o resíduo, o termo AR(p) é dado por  $u_t = \rho_1 u_{t-1} + \rho_2 u_{t-2} + \dots + \rho_p u_{t-p} + \epsilon_t$